Deutscher Bundestag
11. Wahlperiode

Drucksache 11/2358

24. 05. 88

Sachgebiet 413

Beschlußempfehlung und Bericht

des Finanzausschusses (7. Ausschuß)

zu der Unterrichtung durch die Bundesregierung
— Drucksache 11/779 Nr. 2.3 —

Vorschlag für eine Richtlinie des Rates zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte — KOM (87) 111 endg.
»Rats-Dok. Nr. 7310/87«

A. Problem

Insider dürfen einen ihnen zur Verfügung stehenden Informationsvorsprung beim Handel mit börsennotierten Wertpapieren nicht ausnutzen. Der Richtlinienvorschlag strebt hierzu eine gemeinschaftsweite gesetzliche Regelung an.

B. Lösung

Ablehnung des Richtlinienvorschlags und Aufforderung an die Bundesregierung, bei den weiteren Verhandlungen bei der EG auf die Möglichkeit freiwilliger Regelungen hinzuwirken.

Mehrheit im Ausschuß bei Stimmenthaltung der Fraktion der SPD gegen die Fraktion DIE GRÜNEN

C. Alternativen

Empfehlung an die Bundesregierung, dem Richtlinienvorschlag zuzustimmen.

D. Kosten

keine

Beschlußempfehlung

Der Bundestag wolle beschließen:

Der Deutsche Bundestag fordert die Bundesregierung auf, dem anliegenden Richtlinienvorschlag nicht zuzustimmen und bei den weiteren Verhandlungen bei der EG eine Lösung anzustreben, die den Mitgliedstaaten die Möglichkeit freiwilliger Insider-Regelungen einräumt.

Bonn, den 20. April 1988

Der Finanzausschuß

Gattermann	**Dr. Fell**	**Dr. Wieczorek**
Vorsitzender	Berichterstatter	

Anlage

Vorschlag für eine Richtlinie des Rates zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte

Begründung

I. Einleitung

1. Die Wertpapiermärkte haben in einer modernen Marktwirtschaft eine wichtige Rolle zu spielen. Ihre wesentliche Aufgabe besteht darin, den Wirtschaftssubjekten die benötigten Finanzierungsmittel zur Verfügung zu stellen. Die Wertpapiermärkte sind somit eine unerläßliche Finanzierungsquelle für die Wahrung und gegebenenfalls Wiederherstellung des Gleichgewichts von Eigenkapital und Fremdkapital der Unternehmen. Sie stellen folglich einen für das reibungslose Funktionieren einer modernen Marktwirtschaft wesentlichen Ausgleichsmechanismus dar. In einer Wirtschaft, die sich wie die der Gemeinschaft in ständiger Anpassung befindet, nimmt die Bedeutung der Wertpapiermärkte und insbesondere der Zirkulationsmärkte zwangsläufig zu, da die Entwicklung dieser Wirtschaft stets mehr Investitionen erfordert.

   Damit die Zirkulationsmärkte für Wertpapiere ihre Rolle als Beschaffer von Kapital voll wahrnehmen können, müssen sie jederzeit eine möglichst umfassende Gegenüberstellung von Angebot und Nachfrage gewährleisten. Das Ausmaß dieser Gegenüberstellung und somit die Weite und die Liquidität dieser Märkte beruhen aber unter anderem auf der den Anlegern gegebenen Zusicherung, daß die Notierungen ein Höchstmaß an Aussagekraft haben und daß folglich alle Maßnahmen getroffen worden sind, um die Chancengleichheit aller Anleger zu gewährleisten. Das reibungslose Funktionieren der Wertpapiermärkte hängt mit anderen Worten von dem Grad des Vertrauens ab, das sie bei den Anlegern erwecken.

   Insider-Geschäfte, aus denen die Personen, die über Insider-Informationen verfügen, Nutzen auf Kosten der anderen Anleger ziehen können, stellen folglich eine Gefahr für das reibungslose Funktionieren der Wertpapiermärkte dar, weil sie die Chancengleichheit der Anleger und somit auch ihr Vertrauen in diese Märkte zerstören. Will man das reibungslose Funktionieren dieser Märkte sicherstellen, so muß diese Gefahr unbedingt durch Maßnahmen beseitigt werden, die die Ausnutzung von Insider-Informationen bei den Wertpapiertransaktionen verhindern helfen.

2. Im Hinblick auf das reibungslose Funktionieren der Wertpapiermärkte haben einige Mitgliedstaaten Vorschriften für Insider-Transaktionen eingeführt, während andere die Einführung einer solchen Regelung erwägen.

   Betrachtet man die derzeitige Lage in den einzelnen Mitgliedstaaten, so zeigt sich, daß vier Mitgliedstaaten über derartige Vorschriften verfügen. Zum einen haben Dänemark, Frankreich und das Vereinigte Königreich Rechtsvorschriften erlassen, die die Ausnutzung von Insider-Informationen ahnden. Zum anderen gibt es in der Bundesrepublik Deutschland von den Marktbeteiligten freiwillig akzeptierte Regeln, aufgrund derer sich die Marktbeteiligten verpflichten, die Insider-Informationen, über die sie gegebenenfalls verfügen, nicht auszunutzen. Der Verstoß gegen diese Regeln wird allerdings nicht strafrechtlich geahndet. Ferner gibt es in den Niederlanden einen von der Amsterdamer Börse aufgestellten Wohlverhaltenskodex. Außerdem sind Belgien, Irland und die Niederlande dabei, Rechtsvorschriften für Insider-Transaktionen auszuarbeiten. In den anderen Mitgliedstaaten gibt es hingegen keine spezifischen Vorschriften für die mit den Insidern verbundenen Probleme.

   Diese Analyse der Situation in den einzelnen Mitgliedstaaten läßt somit sehr deutliche Unterschiede in den Vorschriften für Insider-Geschäfte erkennen. Unter diesen Bedingungen dürfte eine Koordinierung der Vorschriften auf Gemeinschaftsebene angezeigt sein, um die Garantien der einzelnen Wertpapiermärkte für die Anleger gleichwertiger zu gestalten und somit zu einer größeren Verflechtung dieser Märkte beizutragen. Mit anderen Worten ist diese Koordinierung für die Schaffung eines echten europäischen Wertpapiermarktes unerläßlich, der gleichzeitig effizient und unparteiisch sein soll. Folglich fügt sich dieser Vorschlag in den Rahmen der Arbeiten zur Errichtung eines europäischen Kapitalmarktes ein.

3. Ferner ist zu beachten, daß dieser Vorschlag eine unerläßliche Ergänzung der vom Rat bereits erlassenen oder ihm zur Prüfung unterbreiteten Richtlinien im Bereich der Wertpapiere darstellt. Es handelt sich um folgende Texte:

   — die Richtlinie des Rates Nr. 79/279/EWG vom 5. März 1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse [1];

[1] ABl. EG Nr. L 66 vom 16. März 1979

Zugeleitet mit Schreiben des Chefs des Bundeskanzleramtes — 121 — 680/0 — E — Fi 511/87 — vom 7. Juli 1987.

— die Richtlinie des Rates Nr. 80/390/EWG vom 17. März 1980 zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, die Kontrolle und die Verbreitung des Prospekts, der für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zu veröffentlichen ist[2];

— die Richtlinie des Rates Nr. 82/121/EWG vom 15. Februar 1982 über regelmäßige Informationen, die von Gesellschaften zu veröffentlichen sind, deren Aktien zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse zugelassen sind[3];

— den Vorschlag für eine Richtlinie über die anläßlich von Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung am Kapital einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichenden Informationen[4].

Wie diese Richtlinien soll auch der vorliegende Vorschlag

— einen wirksamen Schutz der Sparer gewährleisten, die auf den Wertpapiermärkten tätig sind;

— das reibungslose Funktionieren der Wertpapiermärkte in der gesamten Gemeinschaft sicherstellen;

— auf Gemeinschaftsebene eine stärkere Verflechtung der nationalen Wertpapiermärkte fördern.

II. Kommentar

1. Definition der Insider

Hinsichtlich der Definition der Insider kann zwischen einem engen und einem weiten Ansatz gewählt werden.

Der enge Ansatz würde darin bestehen, den Anwendungsbereich der Richtlinie auf die „Primärinsider" zu begrenzen, d. h. auf diejenigen, die aufgrund ihres Berufs oder ihrer Aufgaben in einem Vertrauensverhältnis zu der Gesellschaft stehen, deren Aktien betroffen sind, oder eine Geheimhaltungspflicht gegenüber dieser Gesellschaft haben.

Die jüngsten Fälle auf den internationalen Wertpapiermärkten haben gezeigt, daß ein solcher Ansatz zu begrenzt wäre. Auf modernen deregulierten Märkten, wo insbesondere die Finanzinstitutionen nicht mehr spezialisiert sind, besteht ein beträchtliches Risiko, daß Einzelpersonen unabhängig davon, ob sie für eigene oder fremde Rechnung handeln, die von „Primärinsidern" erhaltenen privilegierten Informationen ausnutzen; tatsächlich sind sie und werden sie die Hauptnutznießer sein. Wenn folglich das Vertrauen auf den Wertpapiermärkten gewahrt werden soll, die derartige privilegierte Informationen von Primärinsidern erhalten und sie zu ihrem Vorteil nutzen.

[2] ABl. EG Nr. L 100 vom 17. April 1980
[3] ABl. EG Nr. L 48 vom 20. Februar 1982
[4] ABl. EG Nr. C 351 vom 31. Dezember 1985

Die Richtlinie folgt dementsprechend dem weiten Ansatz und erfaßt beide Kategorien von potentiellen Insidern. Die Artikel 1 und 2 der Richtlinie enthalten die Verbote für Primärinsider, d. h. für Personen, die aufgrund ihrer beruflichen Stellung unmittelbar Zugang zu Insider-Informationen haben dürften. Artikel 3 enthält die Verbote für Sekundärinsider, die ihre Insider-Informationen von Personen der ersten Kategorie erhalten.

2. Definition der Insider-Information

Die Insider-Information wird in Artikel 6 definiert. Informationen gelten dann als Insider-Informationen, wenn nachstehende Bedingungen erfüllt sind:

— Es muß sich um eine Information handeln, die der Öffentlichkeit nicht bekannt ist, was bedeutet, daß diese Information noch nicht veröffentlicht ist.

— Außerdem muß die Information hinreichend präzise sein. Ein einfaches Gerücht ist daher nicht als eine Insider-Information anzusehen.

— Auch muß die Information einen oder mehrere Wertpapieremittenten oder ein oder mehrere Wertpapiere betreffen. Darunter fallen einmal die Informationen über einen Emittenten, gleich ob es sich um interne oder externe Informationen handelt (beispielsweise Erhöhung des Gewinns des Emittenten oder ein öffentliches Übernahmeangebot, das eine andere Gesellschaft dem betreffenden Emittenten unterbreiten würde). Zum anderen gehören dazu die Informationen über die Situation oder die Aussichten eines oder mehrerer Wertpapiere sowie die Informationen, die geeignet sind, den Markt als solchen zu beeinflussen (beispielsweise die Entscheidung einer Zentralbank, den Diskontsatz zu ändern).

— Schließlich besteht die vierte Bedingung darin, daß die Information geeignet sein muß, den Kurs des betreffenden Wertpapiers oder der betreffenden Wertpapiere spürbar zu beeinflussen. Nicht alle der Öffentlichkeit nicht bekannten Informationen sind daher zwangsläufig Insider-Informationen. Wenn dies der Fall wäre, könnten die Leiter oder sogar die meisten Beschäftigten einer Gesellschaft niemals Transaktionen mit Wertpapieren ihrer Gesellschaft tätigen, da sie ständig über Informationen verfügen, die nicht veröffentlicht worden sind.

3. Verbote für Insider

Die Richtlinie erlegt den Insidern in den Artikeln 1 bis 3 der Richtlinie aufgeführten Verbote auf.

a) Erstens ist den in Artikel 1 definierten Primärinsidern, die anläßlich der Ausübung ihres Berufs oder in Erfüllung ihrer Aufgaben über Insider-Informationen verfügen, zu untersagen, daß sie unmittelbar oder über eine zwischengeschaltete Person am Börsenmarkt notierte Wertpapiere

unter Ausnutzung dieser Insider-Informationen erwerben oder veräußern.

Dieses Verbot gilt daher,

- wenn der Insider im Rahmen der Ausübung seines Berufs oder in Erfüllung seiner Aufgaben eine Insider-Information erhalten hat;
- wenn der Insider eine Transaktion mit einem am Börsenmarkt gehandelten Wertpapier tätigt, gleich ob es sich dabei um den amtlichen Markt oder einen Parallelmarkt handelt, wie beispielsweise den „second marché" in Frankreich oder den „Unlisted Securities Market" im Vereinigten Königreich. Dabei ist zu beachten, daß die Transaktion nicht zwangsläufig am Börsenmarkt selbst abgewickelt werden muß. Betroffen sind auch die außerhalb dieses Marktes getätigten Transaktionen, soweit sie mit Hilfe eines Berufshändlers abgewickelt werden, wie beispielsweise einer Bank, einem Börsenmakler oder einem Freimakler;
- wenn der Insider die Insider-Information ausnutzt, d. h. er seinen Beschluß über den Erwerb oder die Veräußerung der Wertpapiere aufgrund dieser Insider-Information gefaßt hat. Falls die Transaktion nicht durch eine Insider-Information in Gang gesetzt worden ist, fällt sie nicht unter das Verbot.

b) Zweitens sind die in Artikel 1 definierten Insider hinsichtlich der Insider-Informationen, über die sie verfügen, zur Geheimhaltung zu verpflichten. Die Insider sollten daher diese Insider-Informationen nicht einem Dritten mitteilen können, es sei denn, diese Mitteilung ist im gewöhnlichen Rahmen ihrer Berufsausübung oder ihrer Aufgabenerfüllung notwendig oder zweckmäßig.

c) Drittens ist zu untersagen, was gemeinhin als vertrauliche Weitergabe von Börsentips bezeichnet wird. Zu diesem Zweck dürfen Insider, die über Insider-Informationen verfügen, einem Dritten nicht auf der Grundlage dieser Informationen den Erwerb oder die Veräußerung der am Börsenmarkt gehandelten Wertpapiere empfehlen.

d) Den in Artikel 3 definierten Sekundärinsidern ist ebenso zu untersagen, daß sie unter bewußter Ausnutzung der von Primärinsidern erhaltenen Insider-Informationen unmittelbar oder mittelbar Wertpapiere erwerben oder veräußern, die am Börsenmarkt zum Handel zugelassen sind.

4. Territorialitätsregeln

Der Richtlinienvorschlag legt in Artikeln 1 und 2 fest, welcher Mitgliedstaat im Fall einer Insider-Transaktion zuständig ist. In diesen Artikeln werden folgende Territorialitätsregeln aufgestellt:

- Gemäß Artikel 1 ist bei Erwerb oder Veräußerung von Wertpapieren durch einen Insider der zuständige Mitgliedstaat der Staat, auf dessen Hoheitsgebiet dieser Erwerb oder diese Veräußerung erfolgt. Erfolgt dieser Erwerb oder diese Veräußerung am Börsenmarkt, so ist der zuständige Mitgliedstaat eindeutig der Staat, auf dessen Hoheitsgebiet die betreffende Börse ihren Sitz hat oder tätig ist. Die Festlegung einer Territorialitätsregel ist weitaus schwieriger, wenn der Erwerb oder die Veräußerung außerhalb des Börsenmarktes erfolgt, da es keine echte Bindung einer solchen Transaktion an einen bestimmten Staat gibt. Man kann davon ausgehen, daß die Transaktion auf dem Hoheitsgebiet des Staates erfolgt, in dem der Insider seinen Wohnsitz hat. Man kann aber auch erwägen, daß die Transaktion auf dem Hoheitsgebiet des Staates erfolgt, in dem der Kontrahent des Insiders seinen Wohnsitz hat. Der Richtlinienvorschlag wählt dieses zweite Kriterium, weil der Kontrahent in einer mit einem Insider getätigten Transaktion der Geschädigte des Letzteren ist und es diesen Geschädigten zu schützen gilt (indem gegebenenfalls die Gerichte des Mitgliedstaates, in dem dieser Geschädigte seinen Wohnsitz hat, für zuständig erklärt werden).
- Die Zuständigkeit bei Verstoß gegen die beiden anderen in Artikel 2 aufgeführten Verbote wirft kein Problem auf. Wenn nämlich ein Insider eine Insider-Information einem Dritten mitteilt oder einem Dritten auf der Grundlage dieser Insider-Information empfiehlt, Wertpapiere zu erwerben oder zu veräußern, ist selbstverständlich der Staat zuständig, in dem der Insider seinen Wohnsitz hat, weil der Verstoß von diesem Insider begangen worden ist.

5. Veröffentlichung der Insider-Informationen

Die möglichst schnelle Veröffentlichung der Insider-Information ist insofern die beste Maßnahme zur Verhütung von Insider-Informationen, als sie soweit möglich die Zeitspanne verkürzt, in der eine Information eine Insider-Information dadurch darstellt, daß sie nur einem begrenzten Personenkreis bekannt ist.

Zu diesem Zweck enthält der Richtlinienvorschlag eine Bestimmung (Artikel 7), die die Gesellschaften, deren Wertpapiere am Börsenmarkt gehandelt werden, verpflichtet, das Publikum unverzüglich über jede Sachlage oder Entscheidung in Kenntnis zu setzen, die den Kurs dieser Wertpapiere beeinflussen können.

Falls jedoch das Publikum nicht unverzüglich in Kenntnis gesetzt werden kann, weil die berechtigten Interessen der Gesellschaft gefährdet würden, muß diese Gesellschaft die zuständigen Behörden unverzüglich unterrichten, die sie von der Pflicht zur unverzüglichen Veröffentlichung dieser Information entbinden können.

Dabei ist zu beachten, daß eine derartige Informationspflicht den börsennotierten Gesellschaften bereits durch die Richtlinie vom 5. März 1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung

von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse auferlegt worden ist.

So sieht Ziffer 5 Buchstabe a von Schema C im Anhang dieser Richtlinie folgendes vor:

„Die Gesellschaft muß das Publikum unverzüglich über neue erhebliche Tatsachen in Kenntnis setzen, die in ihrem Tätigkeitsbereich eingetreten sind und die der breiten Öffentlichkeit nicht bekannt sind, aber wegen ihrer Auswirkung auf ihre Vermögens- und Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf zu einer beträchtlichen Änderung der Kurse ihrer Aktien führen können.

Wenn die Verbreitung bestimmter Informationen geeignet ist, den berechtigten Interessen der Gesellschaft zu schaden, können die zuständigen Stellen jedoch die Gesellschaft von dieser Pflicht entbinden."

Diese Bestimmung der Richtlinie über die Börsenzulassungsbedingungen ist jedoch nur auf die Emittenten von zur amtlichen Notierung zugelassenen Wertpapieren anwendbar. Im Rahmen dieser Regelung ist sie folglich durch eine analoge Bestimmung mit größerer Tragweite zu ergänzen, die auch die Emittenten betrifft, deren Wertpapiere an einem anderen als dem amtlichen Markt gehandelt werden, wie beispielsweise dem „second marché" in Frankreich, dem „Mercato Ristretto" in Italien oder dem „Unlisted Securities Market" im Vereinigten Königreich.

6. Überwachung der Anwendung der Bestimmungen des Richtlinienvorschlags

Wenn die Anwendung einer Regelung zur wirksamen Bekämpfung der Insider-Geschäfte überwacht werden soll, sind Aufsichtsbehörden unerläßlich. Ohne die Existenz derartiger Behörden wäre es nicht möglich, die Insider-Geschäfte aufzudecken und insbesondere die Urheber derartiger Geschäfte zu ermitteln.

Aus diesem Grund sieht der Richtlinienvorschlag vor, daß jeder Mitgliedstaat eine oder mehrere zuständige Behörden benennen muß, deren Aufgabe es ist, die Anwendung der im Vorschlag vorgesehenen Bestimmungen zu überwachen. Die Behörden müßten mit allen für die Erfüllung ihrer Aufgaben notwendigen Befugnissen ausgestattet sein, damit sie diesen Auftrag mit der gewünschten Effizienz ausführen können. So müßten sie insbesondere über hinreichend umfassende Befugnisse verfügen, damit ihnen die finanziellen Mittler die Identität der eigentlichen Auftraggeber mitteilen.

Im Hinblick auf eine ordnungsgemäße Anwendung der Bestimmungen des Richtlinienvorschlags stellt dieser auch den Grundsatz einer Zusammenarbeit der zuständigen Behörden der einzelnen Mitgliedstaaten auf. Da die Zuständigkeit der nationalen Behörden und insbesondere ihre Untersuchungsbefugnisse räumlich begrenzt sind, kann eine solche Zusammenarbeit unerläßlich sein, um im Falle der über das Ausland laufenden Kette von Transaktionen den ursprünglichen Auftraggeber zu ermitteln.

Die Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden müßte normalerweise in einem Informationsaustausch zum Ausdruck kommen. Zu diesem Zweck sieht der Richtlinienvorschlag vor, daß die Behörden der Mitgliedstaaten untereinander alle für die Erfüllung ihrer Aufgaben erforderlichen Informationen mitteilen. Um die Vertraulichkeit der so übermittelten Informationen zu gewährleisten, ist vorgesehen, daß sie unter das Berufsgeheimnis fallen.

Außerdem ist vorgesehen, daß die Zuständigkeit des Kontaktausschusses, der durch die Richtlinie zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse eingesetzt worden ist, auf das Sachgebiet dieses Richtlinienvorschlags ausgedehnt wird. Aufgabe dieses Kontaktausschusses wird es sein, durch Gegenüberstellung der Auffassungen eine harmonisierte Anwendung der Bestimmungen der Richtlinie zu erleichtern. Außerdem wird seine Aufgabe darin bestehen, die Kommission, falls erforderlich, bei an dieser Richtlinie vorzunehmenden Ergänzungen oder Änderungen zu beraten. Schließlich müßte dieser Ausschuß auch aufgrund der regelmäßigen Kontakte, die er zu den Behörden der einzelnen Mitgliedstaaten aufnehmen wird, eine wirksame Zusammenarbeit zwischen diesen Behörden fördern, was die Bekämpfung der Insider-Geschäfte verbessern dürfte.

Vorschlag für eine Richtlinie des Rates zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte

DER RAT DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN —

gestützt auf den Vertrag zur Gründung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft, insbesondere auf Artikel 54,

auf Vorschlag der Kommission,

nach Stellungnahme des Europäischen Parlaments,

nach Stellungnahme des Wirtschafts- und Sozialausschusses,

in Erwägung nachstehender Gründe:

Artikel 54 Abs. 3 Buchstabe g des Vertrages sieht insbesondere vor, daß der Rat, soweit erforderlich, die Schutzbestimmungen koordiniert, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne seines Artikels 58 zweiter Absatz im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten.

Der Zirkulationsmarkt für Wertpapiere spielt bei der Finanzierung der Wirtschaftssubjekte eine wichtige Rolle.

Damit der Markt diese Aufgabe effizient wahrnehmen kann, müssen alle für das reibungslose Funktionieren dieses Marktes zweckdienlichen Maßnahmen getroffen werden.

Das reibungslose Funktionieren dieses Marktes hängt weitgehend von dem Vertrauen ab, das er bei den Anlegern erweckt.

Dieses Vertrauen beruht unter anderem auf der den Anlegern gegebenen Zusicherung, daß sie gleichgestellt sind.

Da die Insider-Geschäfte für bestimmte Anleger mit Vorteilen auf Kosten der anderen Anleger verbunden sind, können sie dieses Vertrauen gefährden und somit das reibungslose Funktionieren des Zirkulationsmarktes für Wertpapiere beeinträchtigen.

Folglich sind die notwendigen Maßnahmen zu treffen, um die Insider-Geschäfte zu bekämpfen.

In den meisten Mitgliedstaaten gibt es keine Vorschriften, die die Insider-Geschäfte untersagen, und zwischen den Mitgliedstaaten, in denen es derartige Vorschriften gibt, bestehen deutliche Unterschiede.

Demnach ist es angezeigt, auf Gemeinschaftsebene koordinierte Vorschriften auf diesem Gebiet zu erlassen.

Koordinierte Vorschriften dieser Art haben auch den Vorteil, daß sie durch eine Zusammenarbeit der zuständigen Behörden die Möglichkeit bieten, die Insider-Geschäfte über die Grenzen hinweg wirksamer zu bekämpfen —

HAT FOLGENDE RICHTLINIE ERLASSEN:

Artikel 1

1. Die Mitgliedstaaten untersagen Personen, die in der Ausübung ihres Berufes oder in Erfüllung ihrer Aufgaben eine Insider-Information im Sinne von Artikel 6 erhalten, unter Ausnutzung dieser Insider-Information auf ihrem Hoheitsgebiet entweder selbst oder über eine andere Person Wertpapiere zu erwerben oder zu veräußern, die an ihrem Börsenmarkt zum Handel zugelassen sind.

   Erfolgt der Erwerb oder die Veräußerung von Wertpapieren am Börsenmarkt, so gilt dies als Erwerb oder als Veräußerung in dem Hoheitsgebiet des Mitgliedstaates, in dem die betreffende Börse ihren Sitz hat oder tätig ist.

   Erfolgt der Erwerb oder die Veräußerung von Wertpapieren außerhalb des Börsenmarktes, so gilt dies als Erwerb oder als Veräußerung auf dem Hoheitsgebiet des Mitgliedstaates, in dem der Gegenkontrahent der im ersten Unterabsatz genannten Person seinen Wohnsitz hat.

2. Das in Absatz 1 erster Unterabsatz genannte Verbot gilt nicht für den Erwerb oder die Veräußerung von Wertpapieren, die außerhalb des Börsenmarktes ohne Einschaltung eines Berufshändlers erfolgen.

Artikel 2

Die Mitgliedstaaten untersagen Personen, die ihren Wohnsitz auf ihrem Hoheitsgebiet haben und anläßlich der Ausübung ihres Berufes oder in Erfüllung ihrer Aufgaben eine Insider-Information erhalten,

— diese Insider-Information einem Dritten weiterzugeben, soweit dies nicht normalerweise in Ausübung ihres Berufs oder in Erfüllung ihrer Aufgabe geschieht;

— einem Dritten auf der Grundlage dieser Insider-Information zu empfehlen, am Börsenmarkt zum Handel zugelassene Wertpapiere zu erwerben oder zu veräußern.

Artikel 3

1. Die Mitgliedstaaten erlegen das im Artikel 1 vorgesehene Verbot entsprechend den darin aufgeführten Bedingungen auch Personen auf, die bewußt eine Insider-Information von einer Person erhalten haben, die anläßlich der Ausübung ihres Berufes oder in Erfüllung ihrer Aufgaben über diese Information verfügt.

2. Die Mitgliedstaaten untersagen den in Absatz 1 aufgeführten Personen,
   - diese Insider-Information einem Dritten weiterzugeben;
   - einem Dritten auf der Grundlage dieser Insider-Information zu empfehlen, am Börsenmarkt zum Handel zugelassene Wertpapiere zu erwerben oder zu veräußern.

Artikel 4

Die Mitgliedstaaten können strengere als die in dieser Richtlinie vorgesehenen Vorschriften erlassen, sofern sie ohne Diskriminierung angewendet werden.

Artikel 5

Unter Wertpapieren im Sinne dieser Richtlinie sind nicht nur die normalerweise auf den Börsenmärkten gehandelten Wertpapiere wie Aktien oder Schuldverschreibungen zu verstehen, sondern auch die übertragbaren Optionen auf derartige Wertpapiere.

Artikel 6

Als Insider-Informationen im Sinne dieser Richtlinie gilt eine nicht allgemein bekannte, hinreichend präzise Information betreffend einen oder mehrere Emittenten von Wertpapieren oder ein oder mehrere Wertpapiere, von der angenommen werden kann, daß ihre Offenlegung geeignet wäre, den Kurs dieses Wertpapiers oder dieser Wertpapiere spürbar zu beeinflussen.

Artikel 7

1. Die Emittenten, deren Wertpapiere zur amtlichen Notierung in einem oder mehreren Mitgliedstaaten zugelassen sind oder dort an einem anderen Börsenmarkt gehandelt werden, müssen das Publikum dieses Mitgliedstaates oder dieser Mitgliedstaaten unverzüglich über jede Sachlage oder Entscheidung in Kenntnis setzen, die zu einer beträchtlichen Änderung des Kurses dieser Wertpapiere führen können.

2. Kann ein Emittent aus Gründen des Schutzes seiner berechtigten Interessen nicht unverzüglich eine in Absatz 1 genannte Sachlage oder Entscheidung offenlegen, so informiert er unverzüglich die zuständigen Behörden, die ihn von der in Absatz 1 vorgesehenen Verpflichtung entbinden können.

Artikel 8

1. Die Mitgliedstaaten benennen die für die Überwachung der Anwendung der auf Grund dieser Richtlinie erlassenen Vorschriften zuständigen Behörden. Sie unterrichten davon die Kommission und teilen ihr die etwaige Aufteilung der Befugnisse mit.

2. Die zuständigen Behörden müssen über die für die Erfüllung ihrer Aufgabe notwendigen Vollmachten und Kontrollbefugnisse verfügen.

3. Die zuständigen Behörden der Mitgliedstaaten gewährleisten einander jede zur Erfüllung ihrer Aufgaben notwendige Zusammenarbeit und teilen einander zu diesem Zweck alle erforderlichen Informationen mit.

Artikel 9

1. Die Mitgliedstaaten sorgen dafür, daß alle Personen, die eine Tätigkeit bei den zuständigen Behörden ausüben oder ausgeübt haben, auf das Berufsgeheimnis verpflichtet werden. Dies schließt ein, daß die unter das Berufsgeheimnis fallenden Informationen an keine Person oder Behörde weitergegeben werden dürfen, es sei denn, dies geschieht auf Grund einer Rechtsvorschrift.

2. Absatz 1 steht dem nicht entgegen, daß die zuständigen Behörden im Sinne von Artikel 8 der einzelnen Mitgliedstaaten einander die in dieser Richtlinie vorgesehenen Informationen mitteilen. Die so ausgetauschten Informationen unterliegen dem Berufsgeheimnis, auf das die Personen, welche eine Tätigkeit bei den zuständigen Behörden, die diese Informationen erhalten, ausüben oder ausgeübt haben, verpflichtet sind.

3. Unbeschadet der Fälle, die unter das Strafrecht fallen, dürfen die in Artikel 8 genannten Behörden, die die Informationen erhalten, sie ausschließlich in Ausübung ihres Amtes sowie im Rahmen der diese Ausübung betreffenden Verwaltungs- oder Gerichtsverfahren verwenden.

Artikel 10

Der durch Artikel 20 der Richtlinie 79/279/EWG des Rates vom 5. März 1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse[1]) eingesetzte Kontaktausschuß hat außerdem folgende Aufgaben:

a) Erleichterung einer harmonisierten Anwendung dieser Richtlinie durch eine regelmäßige Abstim-

[1]) ABl. Nr. L 66 vom 16. März 1979, S. 21

mung über konkrete Probleme, die sich aus der Umsetzung dieser Richtlinie ergeben könnten und über die ein Gedankenaustausch als nützlich erachtet wird;

b) Beratung der Kommission bei an dieser Richtlinie vorzunehmenden Änderungen.

Artikel 11

Die Mitgliedstaaten legen im einzelnen fest, wie Verstöße gegen die auf Grund dieser Richtlinie erlassenen Vorschriften zu ahnden sind.

Artikel 12

1. Die Mitgliedstaaten treffen die erforderlichen Maßnahmen, um dieser Richtlinie spätestens am 31. Dezember 1990 nachzukommen. Sie setzen die Kommission unverzüglich davon in Kenntnis.
2. Die Mitgliedstaaten teilen der Kommission die innerstaatlichen Rechts- und Verwaltungsvorschriften mit, die sie auf dem unter diese Richtlinie fallenden Gebiet erlassen.

Artikel 13

Diese Richtlinie ist an die Mitgliedstaaten gerichtet.

Bericht der Abgeordneten Dr. Fell und Dr. Wieczorek

Die Vorlage wurde gemäß Nummer 2.3 der Sammelüberweisung von EG-Vorlagen vom 11. September 1987 — Drucksache 11/779 — zur federführenden Beratung an den Finanzausschuß und zur Mitberatung an den Rechtsausschuß sowie den Ausschuß für Wirtschaft überwiesen. Der Rechtsausschuß hat sein Votum zu der Vorlage am 13. April 1988 nach Durchführung einer informellen Anhörung am 13. Januar 1988 abgegeben. Der Ausschuß für Wirtschaft hat die Vorlage am 3. Februar 1988 behandelt, der Finanzausschuß hat sie am 20. April 1988 beraten.

I. Grundzüge des Richtlinienvorschlags

1. Die Insider-Problematik hat ihre Ursache im Handel mit börsennotierten Wertpapieren durch Personen, die einen aufgrund ihrer beruflichen oder sonstigen Stellung erworbenen Informationsvorsprung zum Nachteil der nichtinformierten Anleger ausnutzen. Der Richtlinienvorschlag zielt darauf ab, die in den einzelnen Mitgliedstaaten bestehenden Vorschriften gegen den Mißbrauch von Insider-Informationen auf Gemeinschaftsebene gesetzlich zu koordinieren. Damit sollen ein wirksamer Anlegerschutz gewährleistet, das Funktionieren der Wertpapiermärkte in der Gemeinschaft sichergestellt und eine stärkere Verflechtung der nationalen Wertpapiermärkte gefördert werden.

2. Der Richtlinienvorschlag enthält im wesentlichen folgendes:

   a) Er definiert den Begriff des Insiders und erfaßt dabei sowohl Personen, die in Ausübung ihres Berufes oder in Erfüllung ihrer Aufgaben eine Insider-Information erhalten (Primär-Insider) als auch Personen, die von Primär-Insidern erhaltene Insider-Informationen ausnutzen (Sekundär-Insider; Artikel 1 und 3).

   b) Er definiert den Begriff der Insider-Information (Artikel 6).

   c) Er verbietet den Primär- und Sekundär-Insidern, an der Börse gehandelte Wertpapiere unter Ausnutzung von Insider-Informationen zu erwerben oder zu veräußern (Artikel 1), verpflichtet sie hinsichtlich der Insider-Information zur Geheimhaltung und untersagt ihnen, Dritten auf der Grundlage dieser Information den Erwerb oder die Veräußerung dieser Wertpapiere zu empfehlen (Artikel 2 und 3).

   d) Er regelt die Zuständigkeit der Mitgliedstaaten bei grenzüberschreitenden Insider-Transaktionen (Artikel 1).

   e) Er verpflichtet die Emittenten der an der Börse gehandelten Wertpapiere zur unverzüglichen Unterrichtung des Publikums über jede kursbeeinflussende Sachlage und Entscheidung (Artikel 7).

   f) Er schreibt die Überwachung der Regelung durch eine Aufsichtsbehörde vor (Artikel 8) und überläßt die Festlegung der Art der Sanktionen den Mitgliedstaaten (Artikel 11).

II. Bisherige Regelung der Insider-Problematik in Deutschland

In der Bundesrepublik Deutschland gibt es seit 1970 eine freiwillige Regelung zum Schutz der Anleger gegen die mißbräuchliche Ausnutzung von Insider-Informationen. Sie wurde ursprünglich von der Börsensachverständigenkommission erarbeitet und den beteiligten Wirtschaftskreisen zur Annahme empfohlen. Die freiwilligen Insider-Regeln umfassen Insider-Handels-Richtlinien, Händler- und Beratungsregeln sowie eine Verfahrensordnung. 1976 wurde das gesamte Regelwerk aufgrund erster praktischer Erfahrungen in überarbeiteter Fassung vorgelegt. Der Arbeitskreis für Insider-Fragen, dem alle bedeutenden Industrie- und Bankenverbände angehören, hat die Insider-Regeln Ende 1987 nochmals überarbeitet. Dabei sind wesentliche Verbesserungen erzielt worden. Bisher sind diese Insider-Richtlinien von 416 der insgesamt 529 börsennotierten Gesellschaften anerkannt worden. Diese 416 Gesellschaften repräsentieren mehr als 90 v. H. des an den Börsen zugelassenen Aktienkapitals. In Zukunft sollen in den Kursblättern die Gesellschaften gekennzeichnet werden, in deren Bereich die Insider-Regeln nicht anerkannt werden. Dies dürfte zu einer weiteren Verstärkung der Anerkennung der freiwilligen Insider-Regeln führen.

III. Stellungnahme der Bundesregierung

1. Die Bundesregierung hat darauf hingewiesen, daß sie den betroffenen Verbänden Gelegenheit zur Stellungnahme zu dem Richtlinienvorschlag gegeben habe. Dabei habe sich ergeben, daß die im Arbeitskreis für Insider-Fragen zusammengeschlossenen Verbände und Organisationen, die die deutschen „Insider-Regeln" tragen, eine gesetzliche Regelung in einer gemeinsamen Stellungnahme abgelehnt und die Bundesregierung gebeten hätten, sich in den anstehenden Beratungen für eine Beibehaltung und Sicherung der freiwilligen Regelung einzusetzen. Der Deutsche Industrie- und Handelstag, der Bundesverband deutscher Investmentgesellschaften und der Verband der deutschen öffentlichen Sparkassen hätten sich dieser Stellungnahme angeschlossen.

2. Die Bundesregierung teilt die Zielsetzung des Richtlinienvorschlags, Börsengeschäfte von Insi-

dern zu verhindern, die unter Ausnutzung deren spezieller Kenntnisse getätigt werden. Wie die betroffenen Verbände ist die Bundesregierung jedoch der Auffassung, daß eine freiwillige Regelung besser geeignet sei, die Problematik der Insider-Geschäfte zu lösen als eine staatliche Regelung. Sie befürchtet, daß mit dem Richtlinienvorschlag ein erheblicher Regelungs- und Verwaltungsaufwand verbunden sein werde, ohne daß dadurch die Insider-Geschäfte wirksamer bekämpft werden könnten. Die Bundesregierung setzt sich deshalb dafür ein, anstelle einer gesetzlichen Insider-Regelung eine freiwillige Regelung zu ermöglichen, die einen vergleichbaren Schutz für die Anleger bietet. Im übrigen steht die Bundesregierung Verbesserungsvorschlägen hinsichtlich der freiwilligen Insider-Regeln sehr aufgeschlossen gegenüber. Die bereits geschilderte Fortentwicklung der freiwilligen Regeln, die Anfang dieses Jahres von den Verbänden angenommen wurden, haben nach Auffassung der Bundesregierung bestehende Lücken geschlossen. Die Bundesregierung betont, daß sich eine freiwillige Regelung leichter auf Einzelfälle einstellen könne als eine gesetzliche Regelung. Ob über die bis jetzt getroffenen Verbesserungen eine weitere Anpassung der freiwilligen Regelung erforderlich sei, dürfe sich im Verlaufe der Verhandlungen in Brüssel zeigen.

IV. Stellungnahme des Bundesrates

Der Bundesrat hat in seiner 584. Sitzung am 18. Dezember 1987 zu der Vorlage wie folgt Stellung genommen:

„1. Der Bundesrat begrüßt grundsätzlich das Ziel des Richtlinienvorschlags, auf den Wertpapiermärkten die Ausnutzung bestimmter Informationen durch Insider zu Lasten der übrigen Anleger zu unterbinden. In der Bundesrepublik Deutschland hat sich die freiwillige Unterwerfung der beteiligten Wirtschaftskreise, die auf eine Entschließung der Börsensachverständigenkommission vom 13. November 1970 zurückgeht, bewährt. Börsenseitig wird ständig überprüft, inwieweit hier weitere Verbesserungen erforderlich und möglich sind. Eine solche freiwillige Regelung ist einer staatlichen Reglementierung vorzuziehen. Ein auf einem allgemeinen Ehrenkodex der Wirtschaft basierendes Regelwerk verspricht mehr Effizienz.

2. Vor diesem Hintergrund bittet der Bundesrat die Bundesregierung, sich bei den Beratungen in Brüssel dafür einzusetzen, daß den Mitgliedstaaten zumindest fakultativ die Möglichkeit eingeräumt wird, einen ausreichenden Anlegerschutz auch durch freiwillige Insider-Regeln zu erreichen, die zwar auf der Basis gemeinschaftsweit geltender einheitlicher Mindestanforderungen aufgestellt werden, jedoch nationale Eigenheiten der Mitgliedstaaten berücksichtigen müßten.

3. Im einzelnen enthält der Vorschlag eine Reihe von Bestimmungen, die weder als staatliche noch als nichtstaatliche Regelungen praktikabel sind.

Daher bittet der Bundesrat die Bundesregierung, im weiteren Verlauf der Beratungen auf folgende Mängel hinzuweisen und entsprechende Änderungen anzustreben:

4. Rechtsgrundlage

Im Hinblick auf den Personenkreis, der von den Verboten der Artikel 1 bis 3 erfaßt werden soll, bestehen erhebliche Zweifel, ob der Richtlinienvorschlag zur Gänze in Artikel 54 Abs. 3 Buchstabe g EWGV eine ausreichende Rechtsgrundlage findet. Die Bundesregierung wird um Prüfung gebeten, ob und gegebenenfalls welche weiteren Vorschriften des EWG-Vertrages zusätzlich als Rechtsgrundlage herangezogen werden müssen.

5. Zu den Artikeln 1 bis 3 und 6

Der Begriff der Insider-Informationen, der Kreis der Insider und der Umfang des ihnen aufzuerlegenden Weitergabeverbotes sind in den Artikeln 1 bis 3 und 6 dermaßen unbestimmt umschrieben, daß sie nicht geeignet sind, die Grundlage für eine dem rechtsstaatlichen Bestimmtheitsgebot genügende Umsetzung in das nationale Recht zu bilden. Unklar ist insbesondere auch das Verbot in Artikel 2, Insider-Informationen einem Dritten weiterzugeben, soweit dies nicht „normalerweise in Ausübung (des) Berufs oder in Erfüllung (einer) Aufgabe geschieht."

V. Stellungnahme der mitberatenden Ausschüsse

1. Der Rechtsausschuß hat einstimmig die folgende Stellungnahme beschlossen, wobei darauf hinzuweisen ist, daß die Fraktion DIE GRÜNEN bei der Abstimmung über diese Stellungnahme nicht vertreten war:

„Der Rechtsausschuß hat den Richtlinienvorschlag zur Kenntnis genommen und nach einer informellen Anhörung beraten.

Der Rechtsausschuß ist der Ansicht, daß sich eine Ermächtigung des Rates zum Erlaß der vorgeschlagenen Richtlinie nicht aus Artikel 54 EWG-Vertrag in Verbindung mit Artikel 58 EWG-Vertrag herleiten läßt.

Die vorgeschlagene Richtlinie hat weder die Aufhebung von Beschränkungen im Sinne des Artikels 54 EWG-Vertrag noch Maßnahmen zur Gleichstellung des Rechtes der Gesellschaften im Sinne von Artikel 58 EWG-Vertrag zum Gegenstand.

Gegenstand der vorgeschlagenen Richtlinie ist der Schutz der Wertpapiermärkte und der daran Beteiligten vor mißbräuchlicher Ausnutzung von Insider-Informationen zum Nachteil der Anleger durch Verbot solchen Insider-Handelns. Darüber hinaus sind die Mitgliedstaaten nach dem Richtlinienentwurf verpflichtet, Behörden zu benennen, die die Einhaltung der Verbotsnormen überwachen und Kontrollbefugnisse ausüben. Dem Gegenstand nach könnte sich die vorgeschlagene Richtlinie auf

Artikel 100a EWG-Vertrag in Verbindung mit Artikel 8a EWG-Vertrag stützen.

Im Hinblick auf die seit 1970 auf freiwilliger Basis praktizierten Insider-Regeln in der Bundesrepublik Deutschland erscheint die in Vorschlag gebrachte Richtlinie des Rates unzweckmäßig. Zum einen erfordert die nach dem Richtlinienentwurf vorgesehene behördliche Überwachung einen nicht unerheblichen bürokratischen Aufwand. Zum anderen wird eine Angleichung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten im Hinblick auf die in Artikel 4 des Richtlinienvorschlags den Mitgliedstaaten ausdrücklich eingeräumten Möglichkeit, auch strengere Vorschriften zu erlassen, nur bedingt gewährleistet. Es ist nicht ersichtlich, daß eine Umsetzung der vorgeschlagenen Richtlinie in innerstaatliches Recht den Schutz der Anleger effektiver gewährleistet als die in der Bundesrepublik Deutschland übliche Handhabung der Insider-Regeln als Standesrecht.

Dieses vorausgeschickt, schlägt der Rechtsausschuß dem federführenden Finanzausschuß vor, die Bundesregierung aufzufordern, den auf Artikel 54 EWG-Vertrag gestützten Richtlinienentwurf abzulehnen.

Sollte gleichwohl bei den Verhandlungen in Brüssel eine gemeinschaftsweit verbindliche Definition verbotenen Insider-Handelns für erforderlich angesehen werden, dann sollte die Bundesregierung darauf hinwirken, daß die Überwachung der Einhaltung der Richtlinie auch im Wege einer freiwilligen standesrechtlichen Regelung entsprechend den in der Bundesrepublik Deutschland praktizierten Insider-Regeln vollzogen werden kann."

2. Der Ausschuß für Wirtschaft hat sich wie folgt zu dem Richtlinienvorschlag geäußert:

„Der Ausschuß für Wirtschaft hat den Vorschlag für eine Richtlinie des Rates zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte zur Kenntnis genommen.

Der Ausschuß für Wirtschaft schlägt dem federführenden Finanzausschuß bei drei Gegenstimmen der Mitglieder der Fraktion DIE GRÜNEN vor, die Bundesregierung aufzufordern, sich bei den weiteren Verhandlungen in Brüssel dafür einzusetzen, daß den Mitgliedstaaten zumindest fakultativ die Möglichkeit eingeräumt wird, einen ausreichenden Anlegerschutz auch durch freiwillige Insider-Regeln zu erreichen, die allerdings auf der Basis gemeinschaftsweit geltender einheitlicher Mindestanforderungen aufgestellt werden."

VI. Empfehlung des Finanzausschusses

Der federführende Finanzausschuß hat sich den Stellungnahmen der Bundesregierung, des Bundesrates und der mitberatenden Ausschüsse angeschlossen. Er hat für die Ablehnung des Richtlinienvorschlags votiert und ist zugleich dafür eingetreten, bei den weiteren, von der Bundesregierung zu führenden Verhandlungen über den Richtlinienvorschlag bei der EG eine Lösung anzustreben, die den Mitgliedstaaten die Möglichkeit wirksamer freiwilliger Insider-Regelungen einräumt. Das Votum des Finanzausschusses erfolgte mit der Mehrheit der Stimmen der Koalitionsfraktionen bei Stimmenthaltung der SPD-Fraktion gegen die Fraktion DIE GRÜNEN, die somit eine Insider-Regelung auf gesetzlicher Basis befürwortet. Die SPD-Fraktion begründet ihre Stimmenthaltung damit, daß sie zwar den vorliegenden Richtlinienentwurf ablehnt, aber nicht grundsätzlich eine gesetzliche Regelung ausschließt.

Bonn, den 20. April 1988

Dr. Fell **Dr. Wieczorek**

Berichterstatter

Druck: Bonner Universitäts-Buchdruckerei, 5300 Bonn
Alleinvertrieb: Verlag Dr. Hans Heger, Postfach 20 13 63, Herderstraße 56, 5300 Bonn 2, Telefon (02 28) 36 35 51
ISSN 0722-8333